

香港虚拟资产政策监管框架逐渐清晰，一年过渡期将至。 2023年6月1日生效的新法规标志着香港证监会对虚拟资产交易平台的监管从自愿性参与的监管沙盒变更为强制性发牌，实行“双牌照”制度，填补了此前非证券型代币交易服务的监管空白，且交易所客群新增零售投资者（只能交易合格的大型虚拟资产）。2023年6月1日前已在香港运营的虚拟资产交易平台享有1年过渡期，未在2024年2月29日前提交牌照申请的平台必须在2024年5月31日或之前结束在香港的业务。申请虚拟资产交易平台牌照需满足资金、人员等要求，目前仅有OSL集团和Hashkey获得交易所牌照，另有18家公司递交申请。

香港虚拟货币现货ETF已于4月30日发行，支持实物申赎。 亚洲首批虚拟货币期货ETF及现货ETF均落地于香港，3支期货ETF通过投资芝商所的比特币期货和以太币期货捕捉虚拟资产价格变动，6支现货ETF追踪指数均为芝商所CF比特币/以太币指数（亚太收市价）。此次推出的现货ETF相较于期货ETF：标的资产为比特币/以太币本身，对价格的反映更加直接，持有现货ETF更接近于直接持有虚拟货币本身。香港虚拟货币现货ETF较美国虚拟货币ETF重大区别之一为香港支持实物申赎，投资者可以直接用比特币/以太币买卖ETF，有望加深对原生加密货币投资者的吸引。6支现货ETF管理费率等各不相同：华夏0.99%/年；博时0.60%/年（前4个月0%）；嘉实0.30%/年（前6个月0%）。华夏和嘉实接的交易所为OSL Exchange，博时接的交易所为Hashkey Exchange。

香港虚拟货币现货ETF总资产管理规模约3亿美元，日均成交金额3571万港元。 截至5月30日，6支虚拟货币现货ETF总资产管理规模约3亿美元（约合23.5亿港元），其中比特币ETF资产管理规模显著大于以太币ETF，3支比特币现货ETF资产管理规模约2.47亿美元，3支以太币现货ETF资产管理规模约0.5亿美元。从机构来看，华夏和博时的总资产管理规模较大，截至5月30日，华夏/博时虚拟货币ETF资产管理规模分别为1.26亿/1.04亿美元。2024年4月30日至2024年5月30日，这6支虚拟货币现货ETF日均总成交金额约3571万港元。

投资建议： 在监管框架不断完善的背景之下，香港web3.0生态有望繁荣发展。我们建议关注已获得香港虚拟货币交易平台牌照的OSL集团；已提交牌照申请的富途控股、老虎证券；积极布局web3.0领域的博雅互动；一站式数字资产服务平台新火科技控股。

风险提示： 监管不确定性风险；加密货币价格波动风险；加密货币安全性风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
0863.HK	OSL集团	6.84	-0.52	/	/	/	/	/	/
FUTU	富途控股	76.36	30.59	35.25	40.69	14	17	15	/
TIGR	老虎证券	4.27	0.01	0.27	0.31	/	16	14	/
0434.HK	博雅互动	2.08	0.24	/	/	3	/	/	/
1611.HK	新火科技控股	2.69	-0.86	/	/	/	/	/	/

资料来源：Wind, Bloomberg, 民生证券研究院（注：美股股价为2024年5月29日收盘价，港股股价为2024年5月30日收盘价；美股收盘价为美元；港股收盘价为港币；EPS单位为公司报表单位；未覆盖公司数据采用Bloomberg一致预期；OSL集团、博雅互动、新火科技控股无一致预期。）



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 金郁欣

执业证书：S0100523060001

邮箱：jinyuxin@mszq.com

分析师 柴梦婷

执业证书：S0100523100005

邮箱：chaimengting@mszq.com

相关研究

1. 滴滴全球 (DIDIY) 24Q1 业绩点评：中国出行业务利润释放超预期，集团首次实现盈利-2024/05/31
2. 富途控股 (FUTU) 24Q1 业绩点评：业绩环比修复，上调全年净增入金客户数指引-2024/05/29
3. 海外周报：积极寻找优质海外中国资产-2024/05/27
4. 教培行业研究系列（六）：高途 (GOTU.N) 深度研究：在线业务趋势强劲，线下布局重回管理层擅长领域-2024/05/26
5. 海外周报：地产政策有望引发海外中国资产估值持续修复-2024/05/20

目录

1 香港虚拟资产政策监管逐渐清晰，一年过渡期将至	3
1.1 监管政策发展历程：从选择参与制度到法定制度，监管框架逐渐清晰	3
1.2 新法规 VS 旧制度：从自愿性监管沙盒变为强制性发牌	5
1.3 申请虚拟资产交易牌照要求及壁垒：资金+人员等	5
1.4 获得发牌的机构：目前仅 OSL 集团和 Hashkey 获得交易所牌照，另有 18 家已提交申请	6
1.5 香港虚拟货币监管框架逐渐完善，不同业务均有不同监管要求	7
2 香港虚拟货币现货 ETF 已发行，支持实物申赎	8
2.1 亚洲首批虚拟资产期货 ETF+现货 ETF 均落地于香港	8
2.2 虚拟货币期货 ETF VS 虚拟货币现货 ETF	9
2.3 实物申赎 VS 现金申赎	11
2.4 香港 6 支虚拟货币现货 ETF 详解	12
2.5 香港虚拟货币现货 ETF 总资产管理规模接近 3 亿美元	13
3 投资建议	15
4 风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

1 香港虚拟资产政策监管逐渐清晰，一年过渡期将至

1.1 监管政策发展历程：从选择参与制度到法定制度，监管框架逐渐清晰

香港证监会对于虚拟资产交易平台的监管最初为自愿性。历史上来看，2018年11月，香港证监会公布了一套《可能规管虚拟资产交易平台运营者的概念性框架》，表示证监会将考虑是否适宜根据其现有权力向平台运营者发牌和对它们作出规管，其中提出了自愿参与性质的方案：“平台运营者若有意获证监会发牌，便应在香港经营网上交易平台，并在其平台上提供符合“证券”定义的一项或多项虚拟资产的交易服务，该平台运营者便会归入证监会的管辖范围，并须领有第1类及第7类受规管活动的牌照。”2019年11月，香港证监会发布《监管虚拟资产交易平台立场书》，其中公布了适用于至少一种证券型代币提供交易服务的虚拟资产交易平台的监管框架。框架具体包含保管资产、网络保安、KYC、打击洗钱、市场监察、会计及审计、产品尽职审查和风险管理方面的严格标准。证监会指出，只有提供证券型代币交易服务的中央虚拟资产交易平台才会受证监会规管。

图1：《可能规管虚拟资产交易平台运营者的概念性框架》相关条文

根據《證券及期貨條例》（第571章）（該條例），證監會獲賦權就進行該條例所界定的“受規管活動”³向有關人士批給牌照。平台營運者若有意獲證監會發牌，便應在香港經營網上交易平台，並在其平台上提供符合“證券”⁴定義的一項或多項虛擬資產的交易服務。這樣，該平台營運者便會歸入證監會的管轄範圍，並須領有第1類（證券交易）及第7類（提供自動化交易服務）受規管活動的牌照⁵。

上述方案屬自願參與性質，旨在將致力依循證監會的嚴格標準的平台運營者及不願意或未能符合證監會制定的操守標準的平台運營者加以區分。有關沙盒程序的詳情已於政策聲明內進一步闡述。

资料来源：SFC，民生证券研究院

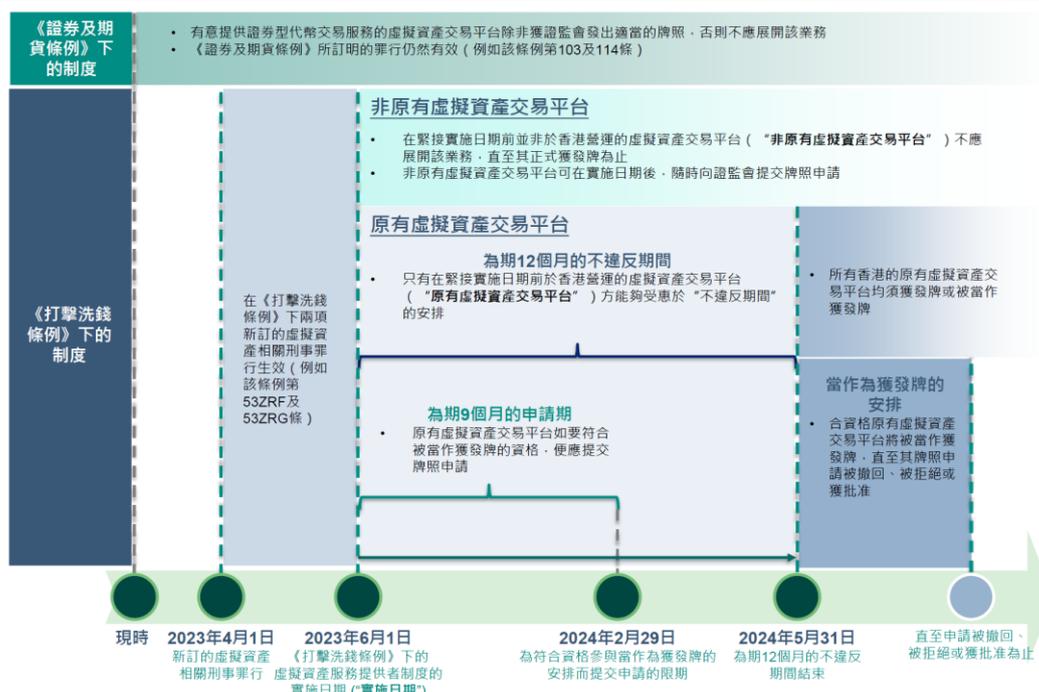
《打击洗钱条例》颁布让新的发牌制度由自愿性转向为法定制度。2022年12月，香港特区立法会通过《2022年打击洗钱及恐怖分子资金筹集制度的（修订）条例草案》（以下简称为《打击洗钱条例》），其中规定：在香港经营虚拟资产交易所必须向香港证监会申领牌照。此项立法规管的专为中央虚拟资产平台而设的全新发牌制度将于2023年6月1日生效。在新制度下，于香港营运的中央虚拟资产交易平台将须根据《证券及期货条例》（第571章）及/或《打击洗钱条例》向证监会申领牌照（双重发牌制度）。该《打击洗钱条例》的提出，标志着香港全新的虚拟资产交易所发牌制度不再是自愿性，而是法定制度。此外，在该条例下，非证券型代币的虚拟资产交易也将受到规管。

图2：《打击洗钱条例》相关条文
第 2 分部——經營涉及虛擬資產的活動的限制
53ZRD. 經營虛擬資產服務業務須領牌照

- (1) 任何人不得——
 - (a) 經營提供任何虛擬資產服務的業務；或
 - (b) 顯示自己經營提供任何虛擬資產服務的業務。
- (2) 第(1)款不適用於有關虛擬資產服務的持牌提供者。
- (3) 在不影響第(1)款的原則下，任何人不得——
 - (a) 就提供虛擬資產服務的業務，執行任何受規管職能；或
 - (b) 顯示自己執行任何受規管職能。
- (4) 凡持牌代表代其主事人提供虛擬資產服務，而該持牌代表就該項虛擬資產服務獲發牌，則第(3)款不適用於該持牌代表。
- (5) 任何人無合理辯解而違反第(1)(a)或(b)款，即屬犯罪——

资料来源：SFC，民生证券研究院

《适用于虚拟资产交易平台的指引》明确发牌要求细则。香港证监会于2023年6月1日，发布《适用于虚拟资产交易平台运营者的指引》，其中明确了发牌的要求细则（详见1.3章节）。此外，香港证监会给2023年6月1日前已在香港运营的虚拟资产交易平台1年过渡期，即可继续在香港运营直至2024年5月31日，并规定未在2024年2月29日前提交牌照申请的平台必须在2024年5月31日或之前结束在香港的业务。

图3：新法规实施关键时间节点


资料来源：SFC，民生证券研究院

1.2 新法规 VS 旧制度：从自愿性监管沙盒变为强制性发牌

从自愿性监管沙盒变更为强制性发牌，新法规填补了此前非证券型代币交易服务的监管空白。新法规与旧制度主要有以下区别：1) 新法规为强制性发牌，而旧制度为自愿性参与监管沙盒；2) 新法规为“双牌照”：在 SFC《证券及期货条例》下的“1 号牌+7 号牌”（针对证券型代币）叠加《打击洗钱条例》下的 VASP 牌照（针对非证券型代币），旧制度仅为针对证券型代币的“1 号牌+7 号牌”；3) 新法规发牌主体包括针对非证券型代币交易服务并随同该等交易服务提供附加的保管服务的中央平台，旧制度仅针对提供证券型代币交易服务并随同该等交易服务提供附加的保管服务的中央平台；4) 新法规下的交易所客群包括零售投资者（只能交易“合格的大型虚拟资产”），旧制度下的交易所客群仅面向专业投资者（个人资产 800 万港元以上；公司资产 4000 万港元以上）；5) 新法规的监管重点除了旧制度的反洗钱和反恐怖主义融资，新增了投资者保护。

表1：旧制度 VS 新法规

	旧制度	新法规
法律文件	《立场书：监管虚拟资产交易平台》 附录《适用于虚拟资产交易平台运营者的发牌条件和条款及条件》	《2022 年打击洗钱及恐怖分子资金筹集（修订）条例草案》 《适用于虚拟资产交易平台运营者的指引》
牌照类型	1 号牌+7 号牌（证券型代币）	1 号牌+7 号牌（证券型代币） VASP 牌照（非证券型代币）
发牌制度	自愿发牌 - 自愿性参与监管沙盒	强制发牌
持牌主体	仅针对提供证券型代币交易服务并随同该等交易服务提供附加的保管服务的中央平台	所有在香港运营或针对香港用户的中心化虚拟资产交易所 - 包括针对非证券型代币交易服务并随同该等交易服务提供附加的保管服务的中央平台
交易所的客群	仅面向专业投资者	包括零售投资者（只能交易“合格的大类虚拟资产”）
监管重点	反洗钱、反恐怖主义融资	反洗钱、反恐怖主义融资、投资者保护

资料来源：SFC，民生证券研究院

1.3 申请虚拟资产交易平台牌照要求及壁垒：资金+人员等

虚拟资产平台运营牌照的要求及壁垒包括资金、人员等。根据 SFC 于 2023 年 6 月发布的《适用于虚拟资产交易平台运营者的指引》，申请虚拟资产交易平台牌照需要具备：1) 财务：平台运营者应时刻在香港实益拥有具有充分流通性的资产，金额应相等于平台运营者按持续基准计算至少 12 个月的实际营运开支；平台运营者需时刻维持不少于 500 万港元的缴足股本；平台运营者需时刻维持不少于该平台运营者的规定的速动资金金额（300 万港元或《财政资源规则》第 2 条所界定的基本数额，以较高者为准）。2) 人员：具备一定的学术、专业、行业资格、行业经验、认可行业资格及本地监管架构考试等要求。

图4：负责人员和持牌代表符合胜任能力的选项概述

负责人员				持牌代表			
	選擇 A	選擇 B	選擇 C		選擇 A	選擇 B	選擇 C
學歷或專業資格	指定範疇 ¹¹ 的學位 ¹² ；其他學位 ¹² （須在屬於指定範疇 ¹¹ 的至少兩個課程取得合格成績）；或專業資格 ¹³	其他學位（無須在屬於指定範疇 ¹¹ 的兩個課程取得合格成績）	在香港中學文憑考試的英文或中文科以及數學科取得第 2 級成績或同等學歷 ¹⁴	學歷或專業資格	指定範疇 ²⁰ 的學位 ²¹ ；其他學位 ²¹ （須在屬於指定範疇 ²⁰ 的至少兩個課程取得合格成績）；或專業資格 ²²	其他學位（無須在屬於指定範疇 ²⁰ 的兩個課程取得合格成績）	在香港中學文憑考試的英文或中文科以及數學科取得第 2 級成績或同等學歷 ²³
相關行業經驗	在過去 6 年內有至少 3 年經驗	在過去 6 年內有至少 3 年經驗	在過去 6 年內有至少 3 年經驗 在過去 8 年內有至少 5 年經驗	相關行業經驗	—	在過去 5 年內有至少 2 年經驗	在過去 5 年內有至少 2 年經驗
認可行業資格 ¹⁵ 或額外持續培訓 ¹⁶	—	取得認可行業資格（證券及投資學會資格考試卷七及卷八）或完成相關額外持續培訓 ¹⁶	取得認可行業資格（證券及投資學會資格考試卷七及卷八） 完成相關額外持續培訓 ¹⁶	認可行業資格 ²⁴ 或額外持續培訓 ²⁵	—	取得認可行業資格（證券及投資學會資格考試卷七及卷八）或完成相關額外持續培訓 ²⁵	完成相關額外持續培訓 ²⁵ 取得認可行業資格（證券及投資學會資格考試卷七及卷八）
管理經驗	2 年	2 年	2 年	本地監管架構考試 ¹⁷	合格（證券及投資學會資格考試卷一及卷二）	合格（證券及投資學會資格考試卷一）	合格（證券及投資學會資格考試卷一）

资料来源：SFC，民生证券研究院

1.4 获得发牌的机构：目前仅 OSL 集团和 Hashkey 获得交易所牌照，另有 18 家已提交申请

目前仅 OSL Exchange 和 Hashkey Exchange 获得交易所牌照，另有 18 家已提交申请。截至目前，取得虚拟资产交易平台的牌照的平台共有两家，分别是 2020 年 12 月取得牌照的 OSL Exchange 和 2022 年 11 月取得牌照的 HashKey Exchange，两家交易所均在 2023 年 8 月 3 日宣布完成牌照升级，可以正式向香港的零售投资者提供服务（零售投资者目前仅可交易比特币和以太坊）。根据 SFC，截至目前，共有 18 家企业提交了虚拟资产平台牌照申请，BGE、HKbitEX、HKVAX、VDX 为根据证监会先前设置的自愿性受规管制度的原有申请者。虚拟资产交易平台其他申请者包括全球虚拟货币平台 Bybit 等，科技券商平台富途控股、老虎证券以及老牌香港券商胜利证券。

表2：虚拟资产交易平台牌照申请者名单

申请虚拟资产交易平台的运营者公司名称	虚拟资产交易平台	递交牌照申请日期
Hong Kong BGE Limited	BGE	不适用#
Hong Kong Digital Asset EX Limited	HKbitEX	不适用#
Hong Kong Virtual Asset Exchange Limited	HKVAX	不适用#
Victory Fintech Company Limited	VDX	不适用#
Panthertrade (Hong Kong) Limited	PantherTrade	15/11/2023
Accumulus GBA Technology (Hongkong) Co., Limited	Accumulus	06/12/2023
DFX Labs Company Limited	DFX Labs	27/12/2023
NewBX Limited	Bixin.com	24/01/2024
Thousand Whales Technology (BVI) Limited	xWhale	25/01/2024
Spark Fintech Limited	Bybit	31/01/2024
HighBlock Limited	bitV	06/02/2024
YAX (Hong Kong) Limited	YAX	07/02/2024
Bullish (GI) Limited	Bullish	07/02/2024
Foris DAX HK Limited	Crypto.com	09/02/2024
Whalefin Markets Limited	WhaleFin	21/02/2024
Flying Hippo Technologies Limited	Matrixport HK	26/02/2024
hi5 (Hong Kong) Limited	HKX	29/02/2024
Bitcoin World Technology Limited	bitcoinworld	17/05/2024

资料来源：SFC，民生证券研究院

1.5 香港虚拟货币监管框架逐渐完善，不同业务均有不同监管要求

香港针对虚拟资产的监管框架日益完善，不同业务对应不同的监管条例。1) 针对虚拟资产交易平台的（即虚拟资产交易所），实行“双牌照”制度：《证券及期货条例》下针对证券型代币的“1 号牌+7 号牌”，叠加《打击洗钱条例》下针对非证券型代币的 VASP 牌照。目前取得“1 号牌+7 号牌”的仅有 OSL Exchange 和 Hashkey Exchange，但取得“双牌照”（即“1 号牌+7 号牌”和 VASP 牌照）的仅有 OSL Exchange。2) 针对提供虚拟资产交易服务，目前仅允许就 1 号牌持牌者提供虚拟资产交易服务（需在原 1 号牌做升级），且只可与获证监会发牌的虚拟资产交易平台合作，不论是通过介绍客户到有关平台进行直接交易或与有关平台开设综合账户。3) 针对虚拟资产提供资产管理服务，9 号牌持牌者所提供的服务如符合最低豁免规定（即投资组合的已说明投资目标为投资于虚拟资产；或有意将投资组合中 10% 或以上的总资产价值投资于虚拟资产），须遵守《适用于管理投资于虚拟资产的投资组合的持牌法团或注册机构的标准条款及条件》所载列的额

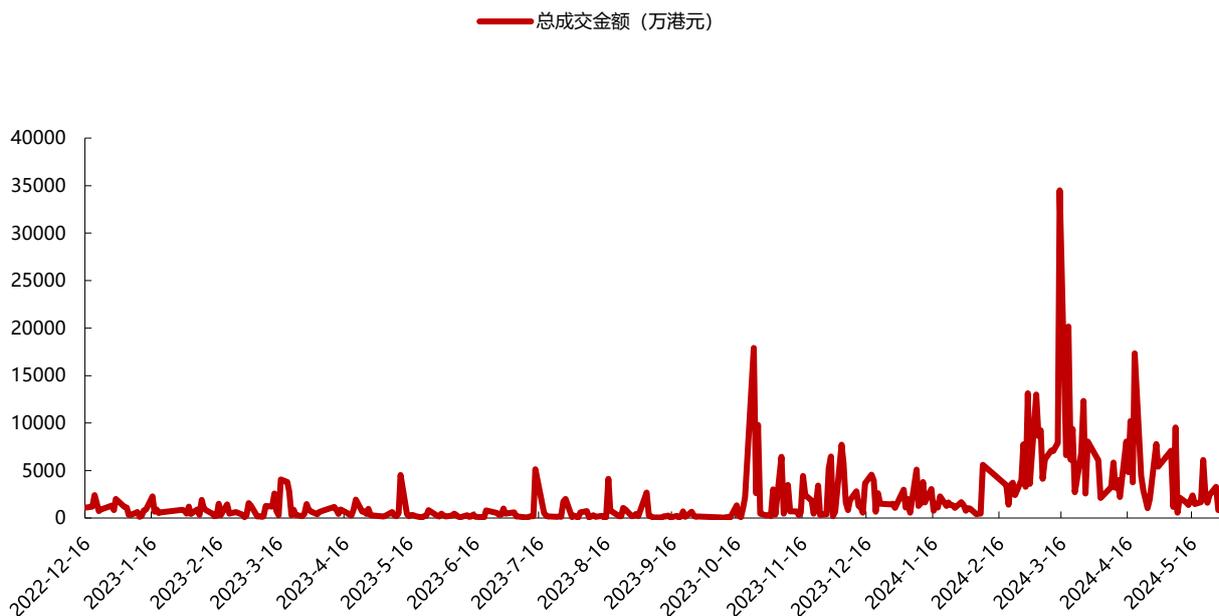
外规定。4) 针对虚拟资产提供意见的服务, 目前仅允许 1 号牌+4 号牌的持牌者就虚拟资产提供意见 (需在原牌照上做升级), 仅可以向零售客户建议合格的大型虚拟资产。

2 香港虚拟货币现货 ETF 已发行, 支持实物申赎

2.1 亚洲首批虚拟资产期货 ETF+现货 ETF 均落地于香港

亚洲首批虚拟资产期货 ETF 于 2022 年落地香港。2022 年 10 月 31 日, 香港监管机构证券及期货事务监察委员会 (SFC) 宣布将允许与比特币和以太坊期货相关的 ETF 上市。2022 年 12 月 13 日, 南方东英资产管理有限公司正式推出比特币期货 ETF (3066.HK) 和以太坊期货 ETF (3068.HK), 并于 12 月 16 日正式在港交所上市交易。南方东英比特币期货 ETF 是亚洲首支比特币期货 ETF, 南方东英以太坊期货 ETF 是全球首支以太坊期货 ETF, 这两支 ETF 通过投资芝商所 (CME) 的比特币期货和以太坊期货捕捉虚拟资产价格变动。2023 年 1 月 13 日, 三星资产管理 (香港) 有限公司推出的三星比特币期货主动型 ETF (3135.HK) 正式在港交所上市。从成交金额来看, 上市日期至 2024 年 5 月 30 日, 这 3 支虚拟货币期货 ETF 日均总成交金额约 1986 万港元。从资产管理规模来看, 截至 5 月 30 日, 3 支虚拟货币期货 ETF 总资产管理规模约 1.11 亿美元 (约合 8.6 亿港元)。

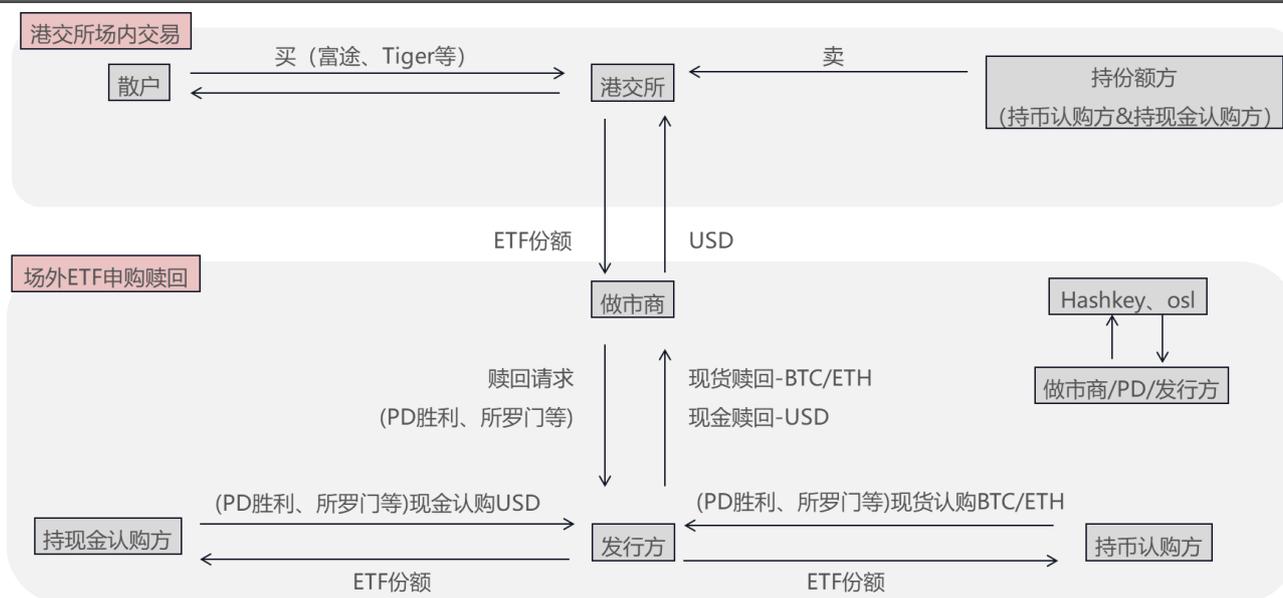
图5: 香港 3 支虚拟货币期货 ETF 每日成交总金额



资料来源: Wind, 民生证券研究院

亚洲首批虚拟资产现货 ETF 于 2024 年落地香港。2023 年 12 月 22 日, SFC 发通函称已准备好接受虚拟资产现货 ETF 等基金的认可申请, 标志着香港将成为亚洲首个接受比特币、以太币等虚拟资产现货 ETF 上市的市场。2024 年 4 月 30 日, 由嘉实国际、华夏基金(香港)、博时国际推出的首批 6 只虚拟资产现货 ETF 于香港联交所上市交易, 这 6 支产品分别是: 嘉实比特币现货 ETF (3439.HK)、嘉实以太币现货 ETF (3179.HK)、华夏比特币现货 ETF (3042.HK)、华夏以太币现货 ETF (3046.HK)、博时比特币现货 ETF (3008.HK) 以及博时以太币现货 ETF (3009.HK)。这 6 支 ETF 的投资目标均为追踪芝商所比特币或以太币指数。

图6: 虚拟资产 ETF 认购申述流程图



- **ETF发行方:** 负责设计和管理 ETF 产品, 计算ETF产品的每日净值(NAV), 并收取管理费用, 目前获批的有3家, 华夏、嘉实、博时。
- **授权交易者(Participating Dealer,PD):** 帮助发行方处理申购赎回订单, 一般为券商。
- **加密交易所:** 负责将现金转换为加密货币(如需), 并对基金加密货币进行托管, 目前获批资格的共2家, Hashkey 和 OSL

资料来源: Soso value, 民生证券研究院

2.2 虚拟货币期货 ETF VS 虚拟货币现货 ETF

期货 ETF 和现货 ETF 核心区别为标的资产不同, 持有现货 ETF 更接近于持有虚拟货币本身。虚拟货币期货 ETF 与虚拟货币现货 ETF 具备以下不同: 1) 核心区别为标的资产: 虚拟货币期货 ETF 底层资产是期货合约, 属于传统接触产品范畴; 比特币现货 ETF 底层资产是比特币, 以太币现货 ETF 底层资产是以太币。2) 表现影响因素: 期货 ETF 受合约市场动态影响 (包括期货合约的时间价值、展期成本等额外因素), 现货 ETF 与比特币/以太币实时价格直接挂钩。3) 潜在价格差异: 期货 ETF 受合约市场动态和合约到期日影响, 可能与虚拟货币现货价格有所偏差,

而现货 ETF 密切跟踪虚拟货币现货价格。总结来看，比特币期货 ETF 投资的是以比特币未来价格为赌注的合约，投资者无需持有该虚拟资产即可获得其价格波动的敞口，而比特币现货 ETF 则需要持有标的资产，对价格的反映更加直接，持有现货 ETF 更接近于直接持有虚拟货币本身。

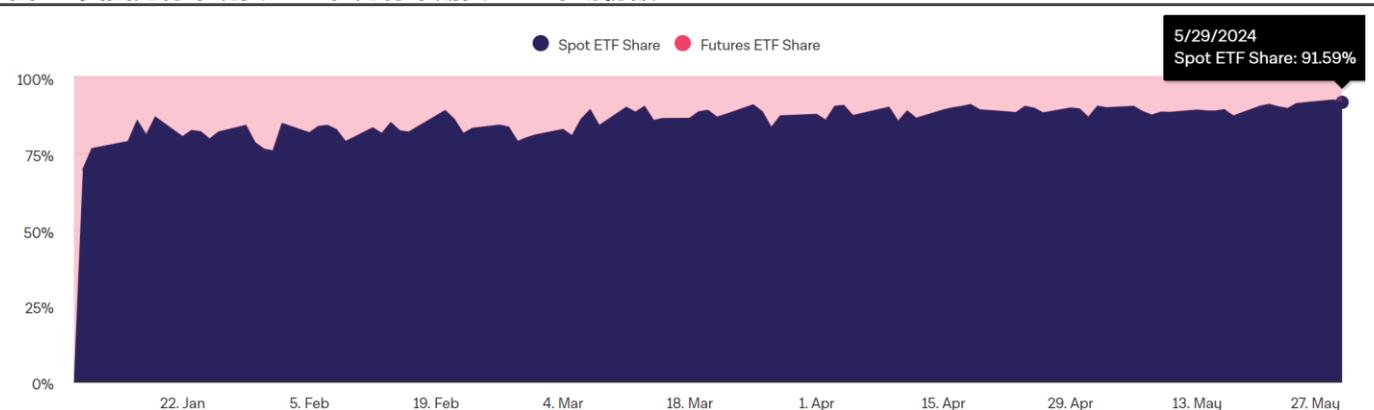
表3：比特币现货 ETF VS 比特币期货 ETF

	比特币现货 ETF	比特币期货 ETF
标的资产	持有比特币	持有与比特币相关的期货合约
表现影响因素	与比特币的实时价格直接挂钩	受合约市场动态影响
流动性需求	需要持有并安全存储比特币，因此可能不会频繁交易，以确保 ETF 与比特币的现货价格一致	交易更加频繁，在合约临期时进行展期，流动性管理流程更加复杂
潜在价格差异	通常密切跟踪比特币的现货价格	受到合约市场动态和合约到期日的影响，可能与比特币现货价格存在显著差异
敞口和风险	比特币价格波动的直接敞口，风险主要与比特币的价格波动有关	比特币价格和风险的间接敞口可能收到比特币波动性和合约市场复杂性(例如杠杆和到期日)的影响
操作复杂度	需要用于存储比特币的基础架构	需要期货合约交期和合约市场方面的专业知识

资料来源：Binance，民生证券研究院

现货 ETF 吸引力大于期货 ETF。根据美国比特币 ETF 交易数据显示，比特币现货 ETF 在比特币 ETF 领域的市场份额由上市日(2024 年 1 月 11 日)的 69.48% 提升至 5 月 29 日的 91.59%。根据香港比特币/以太币 ETF 交易数据显示，5 月 30 日，3 支虚拟货币期货 ETF 合计成交金额 1078 万港元，6 支虚拟货币现货 ETF 合计成交金额 1897 万港元。总体来看，虚拟货币现货 ETF 吸引力大于虚拟货币期货 ETF。

图7：美国比特币现货 ETF 和比特币期货 ETF 市场份额



资料来源：the block，民生证券研究院

2.3 实物申赎 VS 现金申赎

香港现货 ETF 相较于美国现货 ETF 具备可以实物申赎的特征。香港比特币/以太币现货 ETF 产品支持实物申购与赎回，即投资者可以直接用比特币/以太币买卖 ETF，具体申购流程对比详见图 11（以在胜利证券投资博时比特币 ETF 为例）。值得注意的是，在实物申赎背景下，比特币/以太币将通过 ETF 直接进入法币世界，所有充值币操作需经过严格的 KYC、反洗钱等审查。在实物申赎方式下，比特币/以太币实物申赎要求先将虚拟资产转入香港持牌交易所或者 HKMA 认可的金融机构 (Authorized Financial Institutions) 及其附属公司，且参与申赎的交易者 (PD) 需要持有升级的 1 号牌。在监管的规定下，并非所有上线香港虚拟资产 ETF 的券商都可以支持实物申赎，目前支持实物申赎的券商包括胜利证券等。

图8：实物申购流程 VS 现金申购流程（以博时 Hashkey 比特币 ETF 为例）



资料来源：财联社，民生证券研究院

实物申赎有助于促进流动性，加深对原生加密货币投资者的吸引。根据财新报道，嘉实旗下比特币及以太币现货 ETF IOP 投资者约 60%为实物认购，背后主要是原生加密货币投资者，而博时 HashKey 两只现货 ETF 产品的实物认购份额是现金认购的 2 倍。实物申赎的开放有助于提升流动性，同时也加强了对原生加密货币投资者的吸引，有望扩大虚拟货币 ETF 投资人群。

2.4 香港 6 支虚拟货币现货 ETF 详解

6 支 ETF 追踪指数均为芝商所 CF 比特币/以太币指数 (亚太收市价), 费率等各不相同。发行价: 华夏和嘉实开盘价均为 1 美元, 博时根据香港时间 4 月 26 日下午 4 时芝商所 CF 比特币/以太币指数价格的 0.0001/0.001 来定价。每手交易股份数量: 华夏和嘉实设置的门槛为 100 股, 而博时是 10 股。交易货币: 嘉实、博时设有港元、美元双柜台, 华夏设有人民币、港元、美元柜台。管理费率: 华夏 0.99%/年; 博时 0.60%/年 (前 4 个月 0%); 嘉实 0.30%/年 (前 6 个月 0%)。虚拟资产交易平台: 华夏和嘉实接的交易所为 OSL Exchange, 博时接的交易所为 Hashkey Exchange。

表4: 香港 6 支虚拟货币 ETF 详解

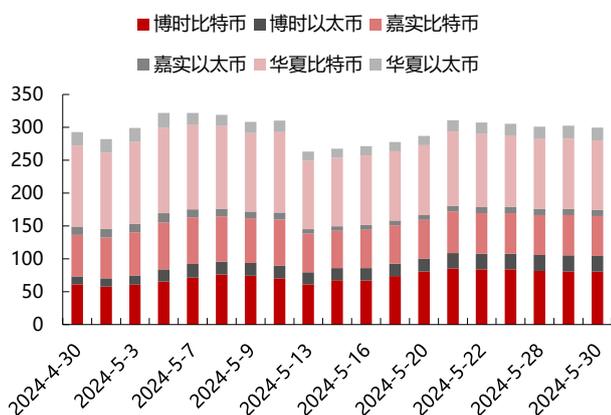
	博时比特币/以太币 ETF	嘉实比特币/以太币 ETF	华夏比特币/以太币 ETF
上市日期	2024 年 4 月 30 日	2024 年 4 月 30 日	2024 年 4 月 30 日
首次发售期间	比特币 ETF: 4 月 26 日下午 4 时正	1 美元	1 美元
发行价	(HKT)以美元计价的指数价格的 0.0001 以太币 ETF: 4 月 26 日下午 4 时正 (HKT)以美元计价的指数价格的 0.001		
每手买卖股份数目	10 股	100 股	100 股
交易货币	港元/美元	港元/美元	港元/美元/人民币
申请股份数目	比特币 ETF: 至少 50,000 股 以太币 ETF: 至少 100,000 股	至少 100,000 股	至少 100,000 股
管理费率	0.60%(自上市日起前四个月免费)	0.30% (自上市日起前六个月免费)	0.99%
指数	芝商所 CF 比特币/以太币指数	芝商所 CF 比特币/以太币指数	芝商所 CF 比特币/以太币指数
主托管机构	中银国际英国保诚信托	中银国际英国保诚信托	中银国际英国保诚信托
附属托管机构	Hash Blockchain Limited	OSL Digital Securities Limited	OSL Digital Securities Limited
虚拟资产交易平台	HashKey Exchange	OSL Exchange	OSL Exchange
做市商	Eclipse Options (HK) Limited Optiver Trading Hong Kong Limited Jane Street Asia Trading Limited Vivienne Court Trading Pty. Ltd.	招商证券 (香港) 有限公司 中信里昂证券 Virtu Financial Singapore PTE. Ltd.	中信里昂 Jane Street Asia Trading Limited Optiver Trading Hong Kong Limited Virtu Financial Singapore PTE. Ltd. Vivienne Court Trading Pty. Ltd. Eclipse Options (HK) Ltd Flow Traders Hong Kong Limited
参与券商	艾德证券期货有限公司 胜利证券有限公司 未来资产证券 (香港) 有限公司 招商证券 (香港) 有限公司	艾德证券期货有限公司 华盛资本证券有限公司 华赢东方 (亚洲) 控股有限公司 胜利证券有限公司 未来资产证券 (香港) 有限公司 招商证券 (香港) 有限公司	艾德证券期货有限公司 海通国际证券有限公司 华泰金融控股 (香港) 有限公司 华赢东方 (亚洲) 控股有限公司 华盛资本证券有限公司 裕承环球市场有限公司 未来资产证券 (香港) 有限公司 胜利证券有限公司

资料来源: SFC, 民生证券研究院

2.5 香港虚拟货币现货 ETF 总资产管理规模接近 3 亿美元

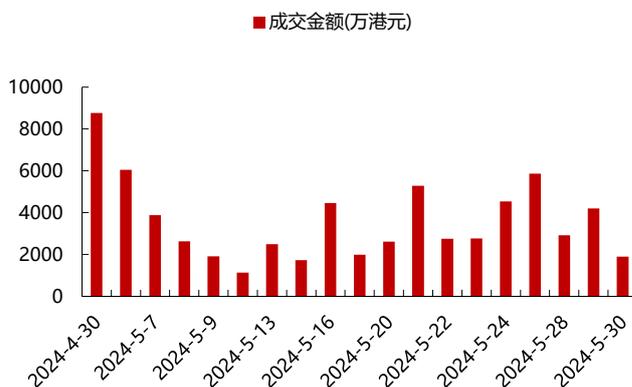
总资产管理规模接近 3 亿美元，日均成交金额 3571 万港元。从 6 支香港比特币/以太坊现货 ETF 资产管理规模来看，截至 5 月 30 日，6 支虚拟货币现货 ETF 总资产管理规模约 3 亿美元（约合 23.5 亿港元），其中比特币 ETF 资产管理规模显著大于以太坊 ETF，3 支比特币现货 ETF 资产管理规模约 2.47 亿美元，3 支以太坊现货 ETF 资产管理规模约 0.5 亿美元。此外，华夏和博时的总资产管理规模较大，截至 5 月 30 日，华夏/博时虚拟货币 ETF 资产管理规模分别为 1.26 亿/1.04 亿美元。从成交金额来看，上市日期（2024 年 4 月 30 日）至 2024 年 5 月 30 日，这 6 支虚拟货币现货 ETF 日均总成交金额约 3571 万港元。从每日资金流量来看，整体为资金净流出。

图9：6 支现货 ETF 总资产管理规模（百万美元）



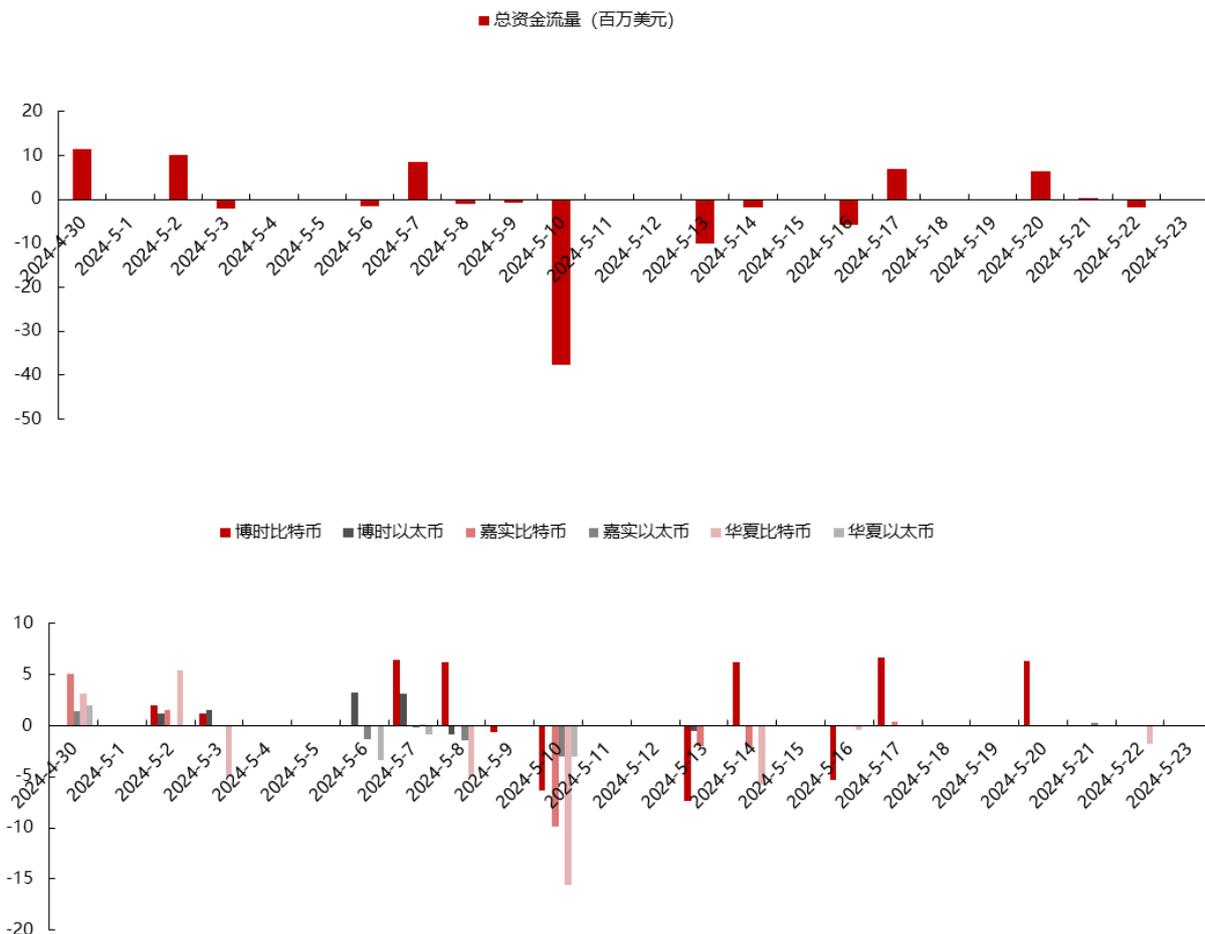
资料来源：彭博，民生证券研究院

图10：6 支现货 ETF 每日成交金额



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11: 6支现货 ETF 每日资金流量



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

3 投资建议

在监管框架不断完善的背景之下，香港web3.0生态有望繁荣发展。我们建议关注已获得香港虚拟货币交易平台牌照的OSL集团；已提交牌照申请的富途控股、老虎证券；积极布局web3.0领域的博雅互动；一站式数字资产服务平台新火科技控股。

表5：重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	证券简称	股价	EPS (元/港元/美元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
0863.HK	OSL 集团	6.84	-0.52	/	/	/	/	/	/
FUTU	富途控股	76.36	30.59	35.25	40.69	14	17	15	/
TIGR	老虎证券	4.27	0.01	0.27	0.31	/	16	14	/
0434.HK	博雅互动	2.08	0.24	/	/	3	/	/	/
1611.HK	新火科技控股	2.69	-0.86	/	/	/	/	/	/

资料来源：Wind, Bloomberg, 民生证券研究院（注：美股股价为2024年5月29日收盘价，港股股价为2024年5月30日收盘价；美股收盘价为美元；港股收盘价为港币；EPS单位为公司报表单位；未覆盖公司数据采用Bloomberg一致预期；OSL集团、博雅互动、新火科技控股无一致预期。

4 风险提示

- 1) **监管不确定性风险。**政策监管不确定性或对行业造成影响从而影响业绩。
- 2) **加密货币价格波动风险。**加密货币价格时常大幅波动，进而影响相关公司业绩。
- 3) **加密货币安全性风险。**加密货币存储存在一定的安全隐患，安全性风险或将影响相关公司业绩。

插图目录

图 1: 《可能规管虚拟资产交易平台运营者的概念性框架》相关条文	3
图 2: 《打击洗钱条例》相关条文	4
图 3: 新法规实施关键时间节点	4
图 4: 负责人员和持牌代表符合胜任能力的选项概述	6
图 5: 香港 3 支虚拟货币期货 ETF 每日成交总金额	8
图 6: 虚拟资产 ETF 认购申述流程图	9
图 7: 美国比特币现货 ETF 和比特币期货 ETF 市场份额	10
图 8: 实物申购流程 VS 现金申购流程 (以博时 Hashkey 比特币 ETF 为例)	11
图 9: 6 支现货 ETF 总资产管理规模 (百万美元)	13
图 10: 6 支现货 ETF 每日成交金额	13
图 11: 6 支现货 ETF 每日资金流量	14

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 旧制度 VS 新法规	5
表 2: 虚拟资产交易平台牌照申请者名单	7
表 3: 比特币现货 ETF VS 比特币期货 ETF	10
表 4: 香港 6 支虚拟货币 ETF 详解	12
表 5: 重点公司盈利预测、估值与评级	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026